

**公司调研点评**
**柳州医药 (603368)**
**医药生物 | 医药商业**
**纯销业务快速增长，零售、饮片业务大有可为**

2018年04月13日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理价 67.75 元**
**交易数据**

当前价格(元)	53.86
52周价格区间(元)	39.80-78.51
总市值(百万)	10092.76
流通市值(百万)	5590.96
总股本(万股)	18505.25
流通股(万股)	10251.12

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
柳州医药	12.45	13.67	-0.8
医药商业	5.49	8.06	4.06

**陈博**
**分析师**

 执业证书编号: S0530517080001  
 chenbo@cfzq.com

0731-84403422

**相关报告**

- 《柳州医药: 柳州医药 (603368) 2017 年年报点评: 区域医药流通龙头, 业绩维持高增长》 2018-03-22
- 《柳州医药: 公司研究\*柳州医药 (603368) 新股点评: 以医院销售为核心业务的商业区域龙头》 2014-11-18

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	7559.40	9446.98	11478.08	13750.74	16225.88
净利润(百万元)	321.01	401.38	501.05	603.35	716.68
每股收益(元)	1.73	2.17	2.71	3.26	3.87
每股净资产(元)	17.24	18.87	20.55	22.88	25.57
P/E	31.05	24.83	19.89	16.52	13.91
P/B	3.12	2.85	2.62	2.35	2.11

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 近日, 我们与公司管理层进行了交流。

**投资要点:**

► **一季度公司业绩快速增长, 超出市场预期。** 2018 年一季度, 公司实现营业总收入 27.12 亿元, 同比增长 25.32%; 实现归母净利润 1.13 亿元, 同比增长 35.27%, 扣非归母净利润同比增长 33.96%, 超出市场预期。公司通过供应链增值服务和分销网络的拓展, 保持批发业务的稳健增长; 零售业务在药店规模扩大及 DTP 药店业务发展的推动下继续保持较快增速; 公司医疗器械、中药饮片的销售规模持续扩大, 品种结构不断优化。一季度的大幅增长还得益于广西“两票制”的实施以及新标因素影响。

► **批发业务: 纯销保持快速增长, 调拨业务“受两票制”影响下滑。** 一季度, 预计公司批发业务整体保持了 20% 以上的增长, 其中医院纯销业务同比增长 25% 以上, 调拨业务受“两票制”影响有所下滑, 第三终端业务同比增长约 20%。调拨业务占批发业务收入比重较低, 主要以纯销业务为主(收入占比超过 80%)。另外, 调拨业务毛利率约 2%, 纯销业务毛利率约 8%, 调拨业务收入下滑对公司整体利润水平影响有限。目前, 公司在广西市占率第一, 主要业务集中在南宁、柳州、桂林等城市医院, 梧州、贺州、河池等地市场还有开拓的空间, 在县级市场上, 公司市场份额较少, 也是未来的发展重点。在“两票制”实施之下, 监管趋严, 运营资金压力上升, 公司将迎来开拓市场的机会。全年来看, 调拨业务有一定幅度的下滑, 纯销业务保持快速增长, 预计公司批发业务维持 20% 左右的增长。

“两票制”以及“零加成”政策的实施, 导致公司应收账款增加, 加大了资金压力, 目前医院账期整体保持稳定, 公司与合作银行关系良好, 有足够的资金扩大业务规模。

► **零售药店: DTP 业务高速增长, 全年自建 100 家新店。** 一季度, 预计公司零售业务增速在 45% 以上, 其中 DTP 业务增速超过 80%, 传统药店业务增速超过 20%, 公司计划今年自建门店 100 家, 加大社区店与院边店的建设。公司在广西区域医院资源丰富, DTP 品种持续增加, 独家品种大幅提升, 推动公司 DTP 业务快速发展。2017 年, 公司 DTP

业务与传统药店业务收入比例约为 4:6。DTP 业务毛利率低于传统药店，并且相对固定，受药品价格变动影响小，但客单价高，净利率水平与传统药店相近。预计公司全年零售业务增长 40%。

- **工业：仙茛中药产能与盈利能力提升，未来仍有较大增长空间。**2017 年，子公司仙茛中药实现营业收入 4813.79 万元、净利润 475.04 万元，实现盈利。仙茛中药科技饮片加工产能和质量进一步提高，品种不断完善。由于中药饮片不受“零加成”和“药占比”政策的限制，中医院倾向于加大中药饮片的用量，推动行业的快速增长。公司今年扩产完成后将有有力的支撑饮片业务的发展。目前，公司饮片规模较小，未来还有较大的增长空间，预计今年收入达到 1 亿左右。
- **医疗器械：品种大幅增长，业绩快速增长。**2017 年，公司医疗器械品种达 15000 多个品规，较 2016 年增长近 4 倍，合作供应商 1600 多家。预计公司一季度器械收入同比增长 80% 以上，目前在广西市占率不足 5%，还有很大的增长空间。公司将加快器械、耗材配送服务平台的应用，着重在医疗机构开展器械耗材智能化管理项目。
- **盈利预测。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.71、3.26、3.87 元，对应目前股价 PE 分别为 19.89、16.52、13.91 倍。公司为广西医药流通龙头企业，在区内仍有较多空白区域，公司有望借助“两票制”机遇，开拓整合新市场；同时，公司零售业务与饮片业务所占市场份额较低，均有较大的增长空间。给予公司 2018 年 25 倍 PE，合理价为 67.75 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：县级市场拓展不及预期；零售业务增长不及预期。**

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438